

研究员：沈明辉

✉ shenmh@evergrande.com

☎ 0755-81998477

联系人：刘宸

✉ liuchen@evergrande.com

核心观点：

票房收入：增速放缓，优质内容成为票房增长核心驱动力。2018 年全国综合票房收入 609.76 亿元，较 2017 年增长 9.1%，观影人次 17.16 亿。TOP10 影片票房占比 40.0%，强者恒强凸显内容为王逻辑。中国人均观影次数仅 1.3 次，与发达国家相比仍有较大增长潜力。短视频和视频网站削弱低质量和低口碑影片吸引力，但爆款电影仍会吸引观众走进影院。

影院：新增银幕推动放映场次持续高增长，全国单银幕票房产出下滑。截止 2018 年底，全国银幕总数 60097 块，较 2017 年末增长 18.3%，票房增长、影投资本化和地产零售跨界入局共同推动银幕增长。全国单银幕票房产出从 2015 年 139 万元下滑至 2018 年 101 万元，即使是占据区位和品牌优势的头部影院，2016 年至今单店票房产出普遍下滑。

上市公司：竞争加剧、服务同质化削弱盈利能力，重点发力非票收入。上市影投公司最近三年营收和扣非归母净利润增速持续下降。影投发力卖品和广告等非票收入，2018 年上半年万达电影非票收入占比超 30%。

政策：过度票补引监管关注，税收监管和明星限薪增加行业不确定性。

1) 过度票补加大平台、片方生存压力，但票补已演变为宣发工具，“限制”而非“取消”或是政策选项。2) 2018 年下半年税收监管和明星限薪增加行业短期不确定性，大体量商业片开机数量减少或使 2019、2020 年票房承压。3) 国家电影局鼓励院线并购，经营不善的中小院线将被淘汰。

新趋势：影院发力“新业态+服务升级”探索差异化战略，万达联手大地试水分线发行。1) **新业态：**横店推出“影院+餐饮”生活馆，阿里收购星际影城打造“影院+电竞”。2) **服务升级：**金逸影城推出特色床厅，海上明珠送餐到位。3) **分线发行：**万达、大地分线发行《生活万岁》，但受制于院线集中度低、内容供给不足，短期分线发行大规模实施可能性小。

2019 年核心数据预测：1) 票房增速放缓叠加 2018 年下半年开机数量不足，预计 2019 年全国票房收入 610-690 亿元，同比增长 0%-13%。高线城市观影人次饱和，低线城市观影需求靠返乡人群拉动，尾部二线城市或是票房增长主力。2) 2020 年 8 万块银幕规划利好影院扩张，但需求增长放缓和星美关店潮将抑制影院投资热情，预计 2019 年银幕数同比增长 15%。影投行业新入局者众多，2019 年影投 CR10 市占率将维持在 35%-40% 区间。3) 影院增速过快、同质化竞争且低市场集中度的行业格局并未扭转，预计 2019 年影投放映业务毛利率、单银幕票房产出继续下滑。

影投行业未来：国产片质量提升或是超预期变数，微观经营看“影院+”场景拓展和“渠道+内容”产业链整合。1) **宏观层面，**电影制作水平提升和优质 IP 系列化开发将持续输出爆款电影，国产片质量提升未来有望拉动千亿票房市场。2) **微观层面，**影院的线下流量入口属性未改变，如何变现流量是影院商业模式重构的关键。影院可横向拓展产业链，推动影院与零售、餐饮等业态融合以提升 ARPU 值，或者纵向延伸产业链，借力渠道优势切入内容制作，利用用户触达和数据助力电影制作和营销。

目录

1 票房收入：2018 年票房同比增长 9.1%，内容为王时代已来临	5
1.1 全国票房收入进入稳定增长阶段，优质内容驱动票房增长.....	5
1.2 2018 年观影人次同比增长 10.6%，人均观影次数仍处于低位.....	6
1.3 四、五线城市观影人次增速快，但各线城市票房占比稳定.....	7
1.4 2018 年票价小幅回升，供需关系决定票价波动.....	8
1.5 影片票房“马太效应”凸显内容为王逻辑，头部国产影片逐渐崛起.....	9
1.6 短视频和视频网站时代，头部电影竞争力依旧.....	10
2 影院：新增银幕推动放映场次持续高增长，万达、横店和大地稳居影投 TOP3	11
2.1 全国电影放映场次维持高速增长.....	11
2.2 全国银幕总数超 6 万块，同比增长 18.3%.....	11
2.3 投资建设周期、影投资本化和巨头跨界共同推动银幕增长.....	12
2.4 全国单银幕票房产出下滑，新开业影院驱动票房增长.....	13
2.5 2018 年影投 CR10 市占率下滑 4.3 个百分点,星美影城关店潮引关注.....	14
2.6 万达电影仍居影投票房榜首，票房市占率下滑 0.7 个百分点.....	14
3 上市公司：盈利能力下滑，发力非票房业务	16
3.1 营业收入与净利润：万达电影稳居“营收王+利润王”，.....	16
3.2 非票房收入占比持续增长，万达电影非票收入超 30%.....	16
3.3 毛利率和 ROIC 下滑，影院对在线票务平台依赖度增加.....	17
4 政策：过度票补引监管关注，2020 年规划银幕 8 万块	19
4.1 过度票补引发政策关注，“规范”而非“取消”或是未来政策走向.....	19
4.2 影视行业政策趋严，大体量商业片开机不足或使 2019、2020 年票房承压.....	20
4.3 国家电影局出台《意见》，鼓励影院建设和院线整合.....	21
5 新趋势：影院发力“新业态+服务升级”探索差异化战略，万达联手大地试水分线发行	21
5.1 新业态：横店影视推出高端影城品牌“纷腾电影生活馆”，阿里收购杭州星际影城打造“影院+电竞”.....	21
5.2 服务升级：金逸影城推出特色床厅，海上明珠送餐到位.....	22
5.3 分线发行：万达联手大地试水分线发行，短期内大规模实行可能性小.....	23
6 展望 2019 年：全国票房预计增长 0%-13%，影院盈利能力或将进一步下滑	24
6.1 2019 年票房增速继续放缓，预计全年收入 610-690 亿元.....	24
6.2 2019 年银幕数预计增长 15%，影投仍将维持低市场集中度.....	28
6.3 2019 年影投盈利能力或继续下滑，影院创新仍处于探索期.....	29
7 影投行业的未来：国产片质量或是超预期变数，微观经营看“影院+”场景拓展和“渠道+内容”产业链整合	30
7.1 国产影片质量提升或是超预期变数，未来千亿市场仍然值得期待.....	30
7.2 影院仍是最好的线下流量入口，“影院+”的场景拓展和“渠道+内容”全产业链整合决定影投经营能力.....	30

图表目录

图表 1: 2018 年综合票房收入同比增长 9.1%	5
图表 2: 中美票房增速差距出现收敛	5
图表 3: 优质内容是票房收入增长的核心驱动力	6
图表 4: 2018 年观影人次同比增长 10.6%	6
图表 5: 观影人次增速驱同于票房	6
图表 6: 中国人均观影次数仍处于地位	7
图表 7: 昂贵票价抑制中国观影需求	7
图表 8: 低线城市观影人次增长绝对值未超二线城市 (单位: 亿人次)	7
图表 9: 除春节档和暑期档外, 各线城市票房占比稳定	8
图表 10: 2018 年年平均票价小幅上升	8
图表 11: 供求关系决定平均票价	8
图表 12: 一线城市平均票价高达 43.74 元	9
图表 13: 影片票房“马太效应”加剧	9
图表 14: 9 分及以上电影票房占比逐年提升	9
图表 15: 2018 年国产片票房占比 62.2%	10
图表 16: 票房 TOP10 影片国产片占比上升	10
图表 17: 视频网站和短视频已成为观众观影前获取影片信息的重要渠道	11
图表 18: 2018 年电影放映场次仍维持高速增长	11
图表 19: 电影放映场次短期增长趋势明显	11
图表 20: 2018 年全国银幕增速明显放缓	12
图表 21: 地产和零售巨头纷纷跨界涉足影投行业	13
图表 22: 全国单银幕票房产出持续下滑	13
图表 23: TOP10 影院票房普遍下滑 (单位: 万元)	14
图表 24: 2016-2018H1 新开业影院驱动票房增长	14
图表 25: 影投 CR10 市占率持续下滑	14
图表 26: 2018 年下半年影投 CR10 市占率有所下滑	14
图表 27: 万达电影仍居票房榜首, 星美影城票房收入负增长	15
图表 28: 2018Q3 万达电影营收超百亿元	16
图表 29: 2018Q3 万达电影扣非净利润 11.8 亿元	16
图表 30: 影投营收增速持续下滑	16
图表 31: 影投扣非归母净利润增速持续下滑	16
图表 32: 万达电影非票收入占比 31.8% (2018H1)	17
图表 33: 影投非票占比持续增加	17
图表 34: 上市影投公司毛利率普遍下滑	18
图表 35: 上市影投公司 ROIC 普遍下滑	18
图表 36: 上市影投公司应收账款周转率下滑	18
图表 37: 2017 年在线票务平台占比 88%	18
图表 38: 猫眼销售费用长期居高不下	19
图表 39: 2018 年下半年影视行业政策趋严	20
图表 40: “纷腾生活馆”是横店影视旗下的高端影城品牌	22
图表 41: 杭州西联广场金逸影城特色床厅	23
图表 42: 杭州中大银泰城海上明珠国际影城卖品种类丰富, 用户可微信下单送餐到位	23
图表 43: 2016-2018 年进入年度票房排行榜前 10 名的进口片	25

图表 44:	2019 年或将上映的进口大片	26
图表 45:	票房 TOP10 影片中进口片总票房稳定，国产片总票房高速增长	26
图表 46:	目前已有 11 部影片定档春节档.....	27
图表 47:	中国一线、头部二线城市人均观影次数超北美（2017 年）	27
图表 48:	2019 年全国银幕数预计增长 15%	28
图表 49:	头部影投公司项目储备充足，预计不会停止扩张步伐.....	29
图表 50:	影投资产负债表将抑制影院扩张速度.....	29

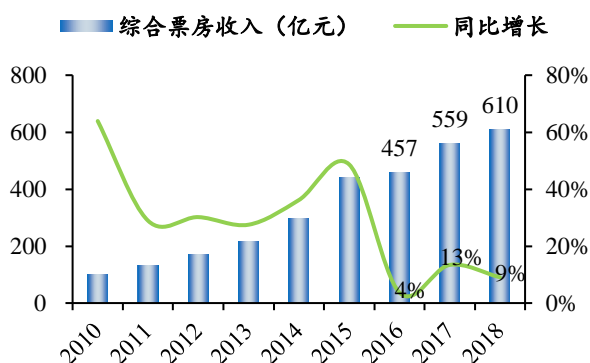
1 票房收入：2018 年票房同比增长 9.1%，内容为王时代已来临

1.1 全国票房收入进入稳定增长阶段，优质内容驱动票房增长

2018 年全国综合票房收入(含服务费, 后文简称“票房收入”)609.76 亿元, 同比增长 9.1%。2016 年后全国票房收入增速换挡, 从增速 20% 以上的高增长阶段切换至增速 10% 的稳定增长阶段, 中美票房增速差距也出现了收敛。

2018 年 2 月单月票房收入破百亿创单月历史新高, 优质内容驱动票房增长。2018 年春节档和暑期档票房表现惊艳, 2 月单月票房收入突破百亿元, 2、3 和 7 月单月票房增速达 68.2%、62.4% 和 46.6%, 拉动全年票房增长。优质内容已成为票房增长的核心驱动力, 《红海行动》、《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》和《我不是药神》引爆春节档和暑期档票房, 《毒液》带动 11 月单月票房增速超预期, 而包含国庆档的 10 月因缺少优质影片而出现单月票房增速断崖式下滑。

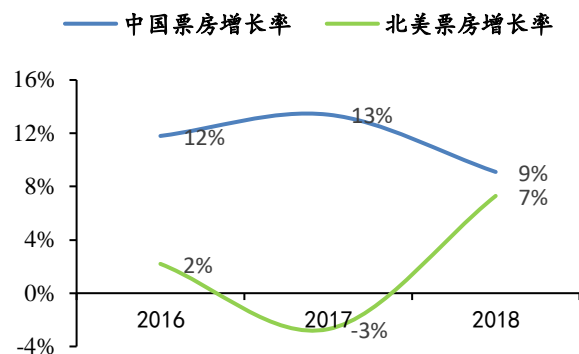
图表1: 2018 年综合票房收入同比增长 9.1%



资料来源: 广电总局, 恒大研究院

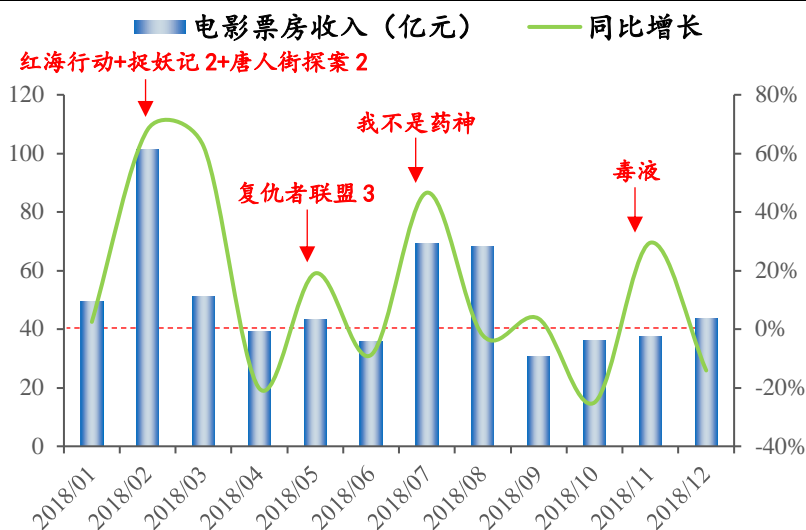
注: 综合票房收入指电影片销售款项加上在线票务服务费 (2016 年及以前服务费数据缺失), 2017 年票房增速=2017 年剔除服务费票房/2016 年票房

图表2: 中美票房增速差距出现收敛



资料来源: 猫眼, 恒大研究院

图表3：优质内容是票房收入增长的核心驱动力



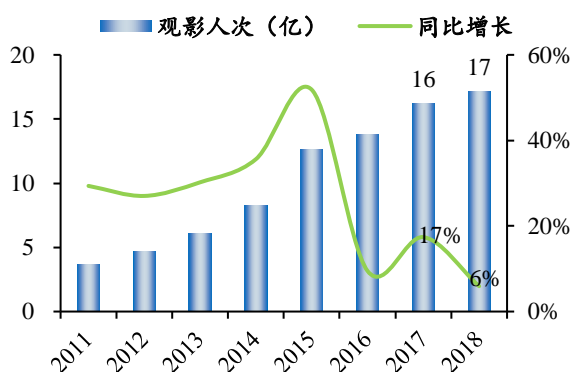
资料来源：广电总局，恒大研究院

1.2 2018年观影人次同比增长10.6%，人均观影次数仍处于低位

2018年全国观影人次17.16亿，较去年同期增长5.9%。单月观影人次增速趋同于票房增速，2018年2月单月电影观影人次2.7亿，创下历史新高点。

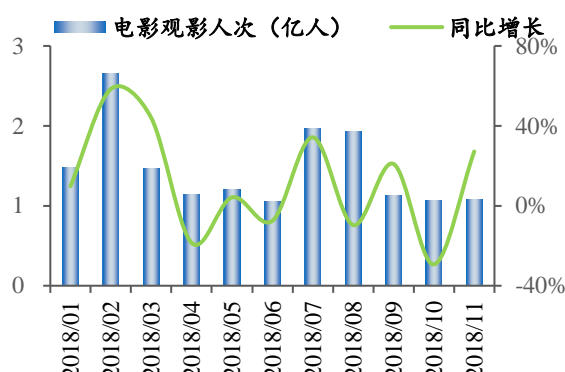
与发达国家和地区相比中国人均观影次数仍有增长潜力，相对昂贵票价抑制观影需求。全球前10大票房国家/地区中，韩国、北美、澳大利亚和法国的人均观影次数超3次/年，而中国以1.3次/年位居末尾。香港人均观影次数3.49次/年（2016年），同为亚洲国家印度也超过2次/年（2017年），与之相比中国人均观影次数仍有增长潜力。我们以平均票价/人均GDP度量各国电影票价，发现人均观影次数与票价呈负相关，即观众对电影票价较为敏感。换言之，中国相对昂贵的电影票价抑制了观影人次增长。对事实观察也有类似结果：2018年10月票补减少导致19.9元电影票大幅减少，叠加爆款电影缺失使观影需求下降，票房收入和观影人次大幅下滑。

图表4：2018年观影人次同比增长10.6%



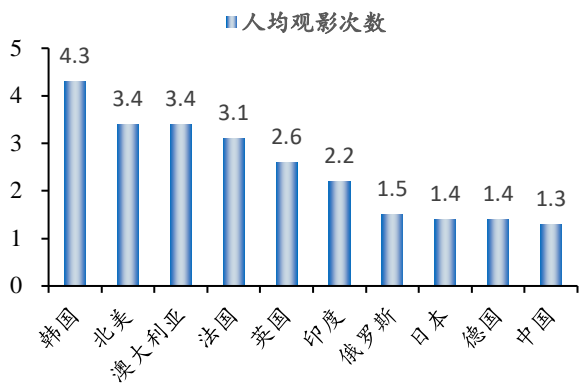
资料来源：广电总局，恒大研究院

图表5：观影人次增速趋同于票房



资料来源：广电总局，恒大研究院

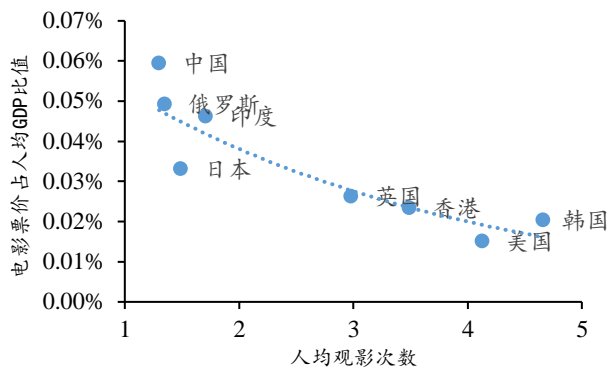
图表6：中国人均观影次数仍处于地位



资料来源：猫眼，恒大研究院

注：中国数据截止2018年，其余数据截止2017年

图表7：昂贵票价抑制中国观影需求



资料来源：国家统计局，艺恩数据，UNESCO

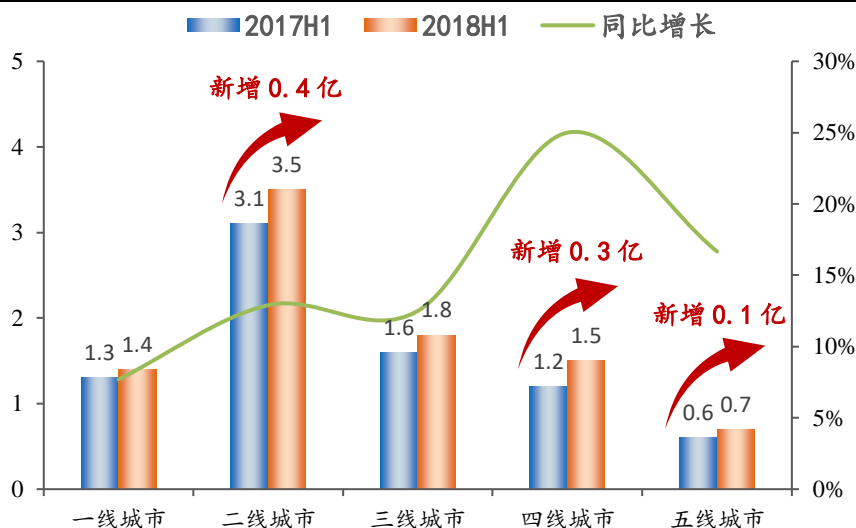
Institute, World Bank, 广电总局，恒大研究院

注：中国数据截止2018年，香港数据截止2016年，其他国家数据截止2015年

1.3 四、五线城市观影人次增速快，但各线城市票房占比稳定

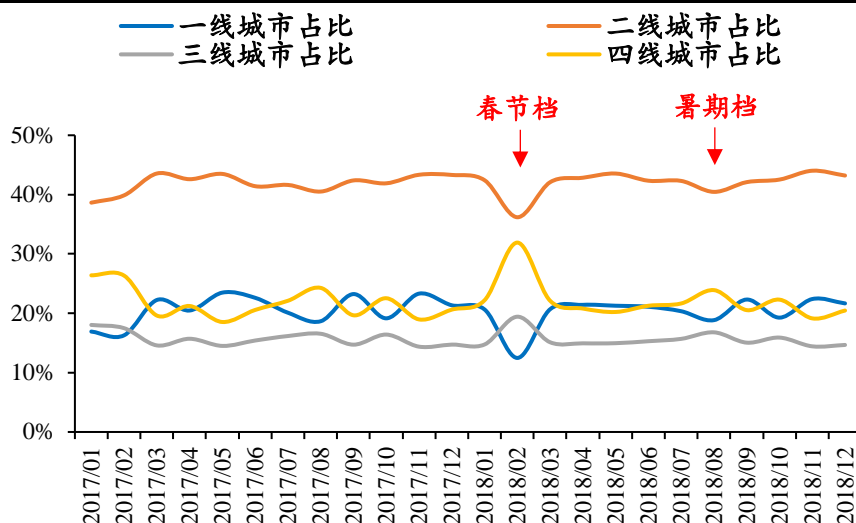
四、五线城市观影人次增速快，但各线城市票房收入占比保持稳定。影院下沉低线城市被认为是近年来票房增长的核心逻辑之一。从观影人次来看，四、五线城市增速超一、二线城市，但四、五线基数低，且增长绝对值并未超二线城市。此外从票房收入占比来看，除春节档、暑期档外，各线城市票房占比稳定。我们认为：影院下沉低线城市、开发低线城市观影需求逻辑并未被数据证实。与一、二线城市相比，低线城市人口密度相对稀疏，20-40岁观影人群外出务工比例高，人均可支配收入较低，试图通过新建影院来释放观影需求并不容易，预计未来一、二线城市仍将是主要票仓。

图表8：低线城市观影人次增长绝对值未超二线城市（单位：亿人次）



资料来源：中影营销，恒大研究院

图表9：除春节档和暑期档外，各线城市票房占比稳定



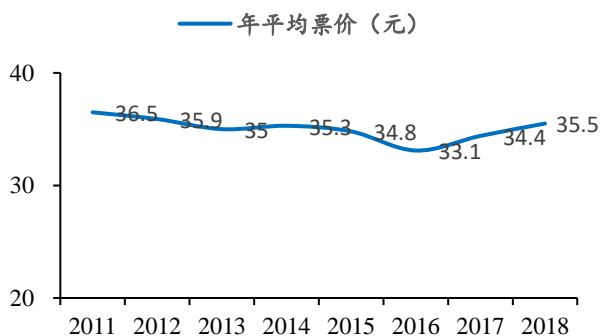
资料来源：猫眼专业版，恒大研究院

1.4 2018 年票价小幅回升，供需关系决定票价波动

2018 年电影平均票价小幅上涨，供需关系决定票价波动。2018 年电影平均票价继续小幅回升，年平均票价 35.5 元，同比涨幅 3.2%。研究短期票价波动可发现平均票价与票房收入呈正相关，2018 年 2 月 2.7 亿观影人次将票价推高至 38.2 元，5、7、8 月平均票价超 35 元，而 4、6、10 月票价随着票房下滑而回落。

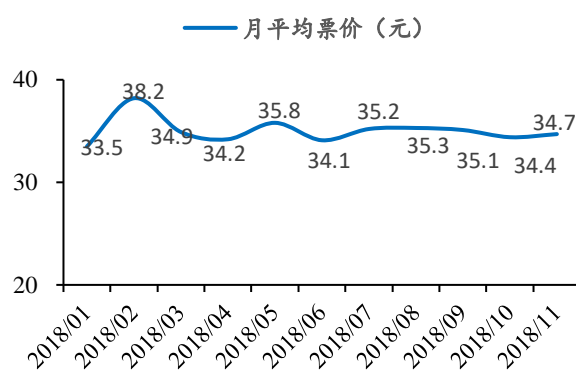
一、二线城市票价涨幅大，三、四线城市票价相对稳定。我们以各线城市票房 TOP10 影片票价均值来度量各线城市平均票价，发现一、二线城市票价上涨幅度较大，同比涨幅 4.4%和 3.8%。其中一线城市平均票价高达 43.74 元，比三、四线城市高了近 30%。

图表10：2018 年年平均票价小幅上升



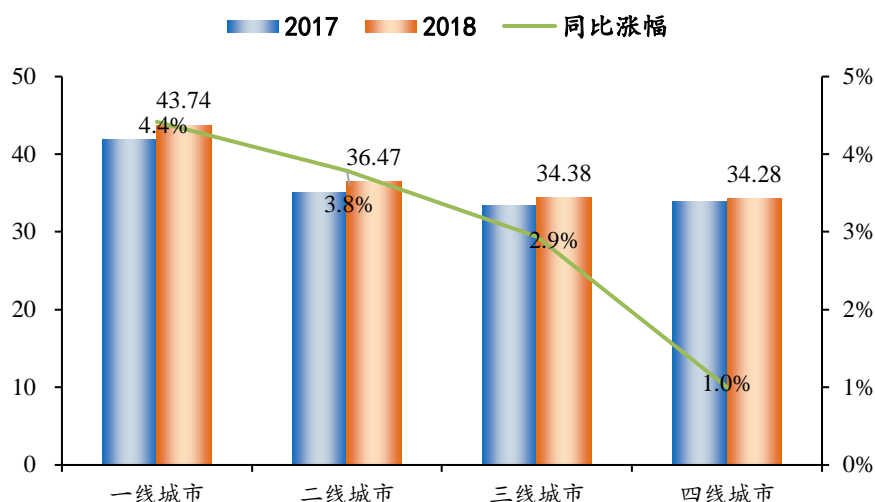
资料来源：猫眼专业版，恒大研究院

图表11：供求关系决定平均票价



资料来源：猫眼专业版，恒大研究院

图表12：一线城市平均票价高达 43.74 元



资料来源：猫眼专业版，恒大研究院

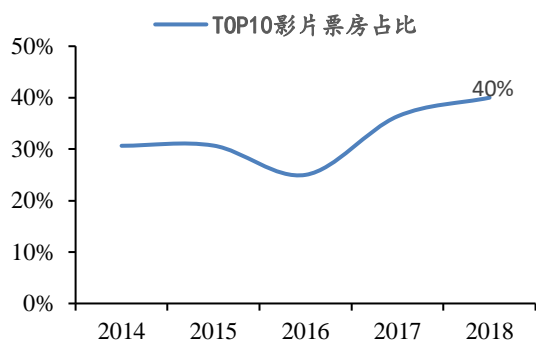
注：各线城市平均票价使用票房 TOP10 影片平均票价来测量。

1.5 影片票房“马太效应”凸显内容为王逻辑，头部国产影片逐渐崛起

TOP10 影片票房占比持续提升，头部影片强者恒强凸显内容为王逻辑。从票房 TOP10 影片来看，头部影片票房占比持续提升，2016、2017 和 2018 年分别为 25.0%、36.4%和 40.0%。影片票房“马太效应”现象背后是内容为王逻辑，猫眼研究院数据显示，9 分及以上电影票房占比逐年提升，2018 年占比 47.5%，而 8 分及以下电影票房占比仅 10%。观众鉴赏品味提升和社交媒体裂变式传播使优质电影受到更多关注并拉动观众走进影院，从而带动大盘票房增长。

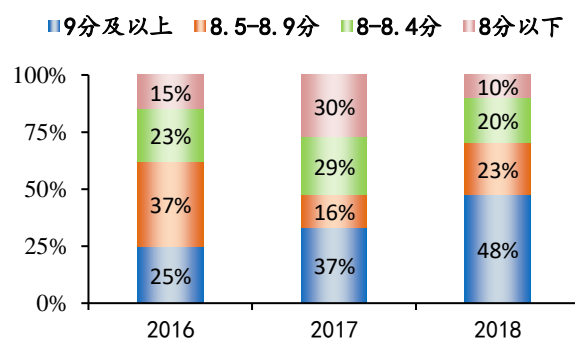
国产片和进口片总票房占比稳定，但票房 TOP10 影片中国产电影票房占比提升，中国电影制作能力显著提升。2018 年国产片票房 378.97 亿元，占全国票房收入 62.2%，较 2017 年的 53.8%大幅提升，但仍处于 2011-2017 年 48%-62%的波动区间内。从 TOP10 影片票房来看，国产电影占比明显提升，2014 年国产片票房小于进口片，而 2018 年国产片票房已是进口片票房两倍。近年来中国电影制作水平显著提升，未来讲“中国故事”的优质内容将在内容为王时代占据更多的票房份额。

图表13：影片票房“马太效应”加剧



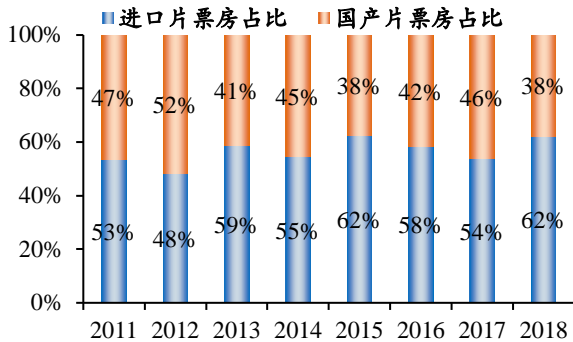
资料来源：猫眼专业版，恒大研究院

图表14：9 分及以上电影票房占比逐年提升



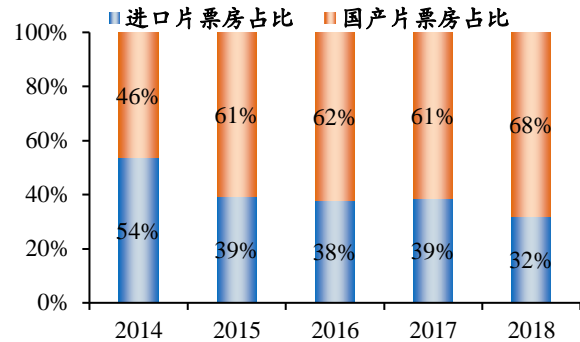
资料来源：猫眼研究院，恒大研究院

图表15: 2018年国产片票房占比62.2%



资料来源: 广电总局, 恒大研究院

图表16: 票房TOP10影片国产片占比上升



资料来源: 猫眼专业版, 恒大研究院

1.6 短视频和视频网站时代, 头部电影竞争力依旧

短视频对电影票房冲击有限, 未来或成为引爆影片热度的重要工具。有观点认为短视频崛起冲击了观影需求, 其依据是: 抖音和影院主流用户均在 18-30 岁之间, 两者交叉使抖音成为了影院的强劲对手。不过我们不完全认同该观点:

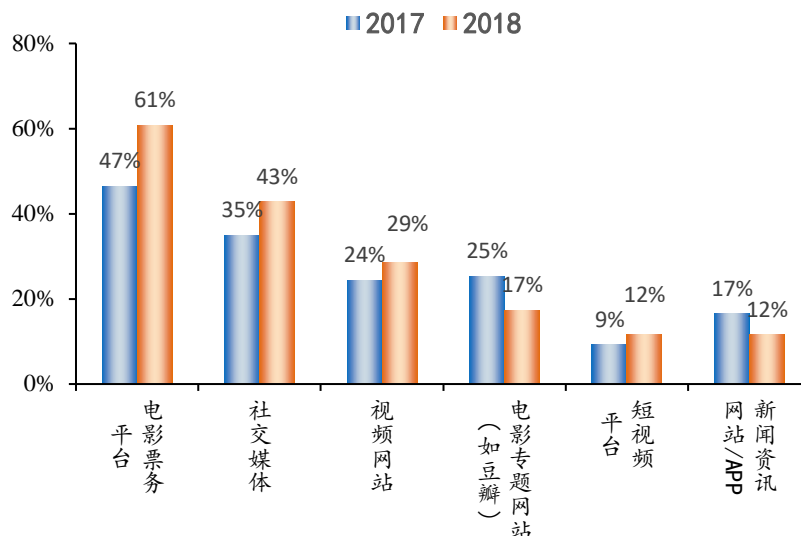
- **时间周期上**, 短视频在 2017 年下半年迎来快速发展期, 此时电影票房已增速换挡, 且 2018 年春节抖音爆发并未影响单月全国电影票房刷新历史新高。
- **娱乐模式上**, 短视频面向碎片化时间, 抖音单次使用时长仅 2.5 分钟 (Questmobile 数据), 而影院观影属于需要大块时间的沉浸式休闲娱乐。
- **社交属性上**, 短视频围绕 KOL 打造了弱关系社区, 而影院观影侧重于情侣、朋友和家人等强关系。

因此我们的观点是: 短视频对电影票房的冲击相对有限, 至多冲击了质量和口碑较差的影片。换言之, 在缺乏高质量影片时, 短视频可能会降低影院的吸引力, 但一旦出现爆款电影, 短视频反而可能成为传播、分享和讨论影片口碑和剧情的重要社交媒介, 从而吸引更多观众走进影院观影。根据猫眼研究院调查, 有 11.7% 观众在观影前通过短视频平台获取影片信息, 该比例已超新闻资讯网站/APP。2017、2018 年元旦档的《前任 3》和《地球最后的夜晚》成功依靠抖音扩散提升热度, 前者在上映期间推出了吃芒果、模仿至尊宝等抖音活动, 而后者依靠“和最重要的人一起跨年”、“一吻跨年”、“在影院摆 2019 (或心形)”等抖音主题带动影片关注度。

视频网站削弱了低质量和低口碑影片的吸引力, 但爆款电影依旧会吸引观众第一时间走进影院观影。以 Netflix 为首的视频网站已经冲击了北美票房市场, MPAA (美国电影协会报告) 数据显示, 2017 年北美电影票房下滑 2%, 12.4 亿观影人次创下 1995 年以来的最低值, 但家庭娱乐消费增长 11%, 美国视频网站订阅用户大涨 44%。中国视频网站付费用户数正在指数式增长, 截止 2018 年 9 月 30 日, 爱奇艺、腾讯视频付费会员数分别达到 8070 万和 8200 万, 同比增长 89% 和 79%。院线放映和视频网站上线的窗口期大幅缩短, 2017 年院线电影的平均窗口期已缩短至 45 天左右, 樊少皇主演的《天下第一镖局》甚至在院线上映的第二天就在爱奇艺上线。此外爱奇艺还推出了 VR 眼镜 iQUT, 打造影院式观影体验。视频网站冲击了质量和口碑较差的影片, 观众很有可能选择在窗口期后在视频网站观看, 而非前往影院观看, 但爆款电影仍然会吸引观众走进影院, 第一时间观看电影, 以参与茶余饭后和社交媒体的讨论。事实上视频网站本身也是传播影片信息的重要媒介, 猫眼研究院调查显示, 有

28.5%观众在观影前通过视频网站获取影片信息，该比例已超豆瓣等电影专题网站。

图表17：视频网站和短视频已成为观众观影前获取影片信息的重要渠道



资料来源：猫眼，恒大研究院

2 影院：新增银幕推动放映场次持续高增长，万达、横店和大地稳居影投 TOP3

2.1 全国电影放映场次维持高速增长

全国电影放映场次仍维持高速增长，2018 年电影放映场次破亿。2017 年和 2018 年 1-11 月放映场次同比增长 25.7%和 22.8%。与单月电影票房收入大幅波动不同，单月电影放映场次增速始终维持在 20%-30%区间内。

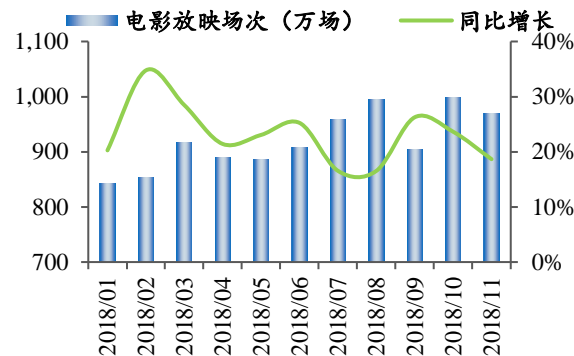
图表18：2018 年电影放映场次仍维持高速增长



资料来源：广电总局，恒大研究院

注：2018 年数据截止至 11 月 30 日

图表19：电影放映场次短期增长趋势明显



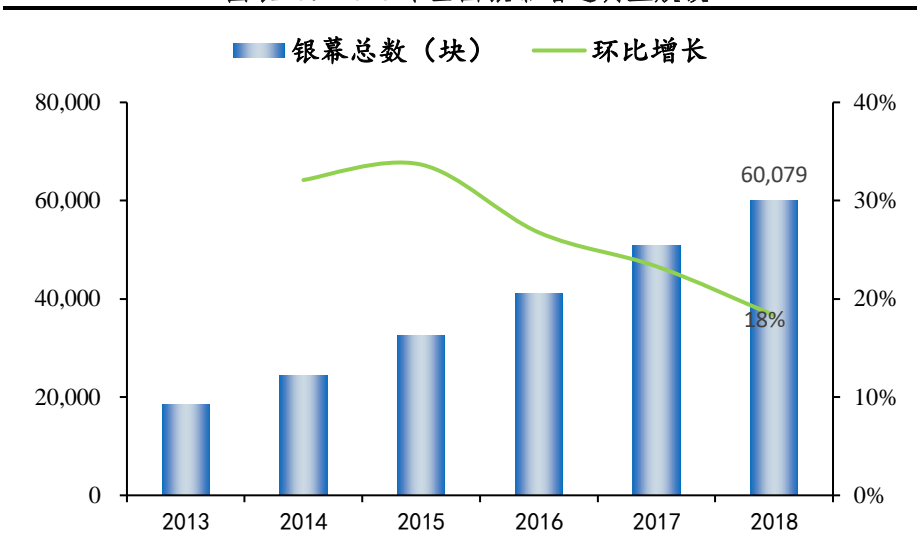
资料来源：广电总局，恒大研究院

2.2 全国银幕总数超 6 万块，同比增长 18.3%

全国银幕总数达 60079 块，较 2017 年增长 18.3%。票房持续增长带动影院投资热度，全国银幕数量始终维持高速增长，进而推动电影放映场

次增长。不过受电影票房增速放缓、宏观经济去杠杆和传媒行业政策监管收紧等因素影响，2018年银幕增速出现放缓迹象。

图表20：2018年全国银幕增速明显放缓



资料来源：广电总局，恒大研究院

2.3 投资建设周期、影投资本化和巨头跨界共同推动银幕增长

投资建设周期、影投资本化和巨头跨界入局使影院供大于求和数量持续高增长现象并存。电影放映场次增速高于全国票房收入增速意味着电影放映行业逐渐趋于供大于求，单银幕票房产出持续走低，新建影院回收周期拉长。包括上海电影、幸福蓝海在内的老牌影投公司普遍认为：影投已处于高估值和产能过剩阶段，影院兼并和行业整合一定会到来。目前银幕增速放缓但仍高于全国票房增速，行业集中度提升拐点迟迟未至。行业“冰火两重天”源于以下原因：

- 影院从投资到开业周期通常在 1 年以上，银幕建设投资增速滞后于票房增速。预计随着票房增速持续放缓，影院投资热度将逐渐降温。
- IPO 上市为头部影投公司规模扩张提供资本。万达电影、横店影视和金逸影视等头部影投公司 IPO 募投资金均用于新建影院。2015 年 1 月 IPO 的万达电影 2016 年至今新增影院 124 家，2017 年 10 月 IPO 的横店影视 2018 年至今新增影院 51 家。
- 地产、零售和家居巨头跨界影投，聚集流量和人气是主要目的。最近两三年，包括新城控股、华润集团、泰禾集团在内的地产巨头均开始涉足影投行业，家居业的红星美凯龙、居然之家和电器销售巨头苏宁也开始进军影院。2018 年 2 月红星美凯龙旗下仅 14 家影院，通过“收购+自建”其在 2018 年末已有 51 家影院，此外泰禾集团 2018 年上半年签约影城项目 44 个。巨头跨界不仅带来了资本增量，而且重塑了行业逻辑，线下流量入口、业务协同性而非盈利能力是巨头跨界的主要考量。影院服务同质性强、门槛低、经营难度小，因此上述企业旨在通过影院汇聚人气、提升品牌影响力和转型新零售。例如，主营家居业务的居然之家通过打造“餐饮+院线”涉足大消费领域，红星美凯龙则试图通过“红星广场+红星影院”来复制万达模式。

图表21：地产和零售巨头纷纷跨界涉足影投行业

影投公司	投资方	直营影院 (家)	2018年票房	创立时间	备注
红星美凯龙影院	红星美凯龙	51	4.66 亿元	2013 年 7 月	
星轶影城	新城控股	38	2.82 亿元	2016 年 5 月	2021 年前新建 50 多家 IMAX 高端创新影城
苏宁影城	苏宁集团	26	1.92 亿元	2015 年 12 月	
泰禾影城	泰禾集团	9	5272.6 万元	2017 年 7 月	2018 年上半年签约影城项目 44 个
万象影城	华润置地	9	4827.9 万元	2017 年 12 月	2022 年前开设 40+ 家影院

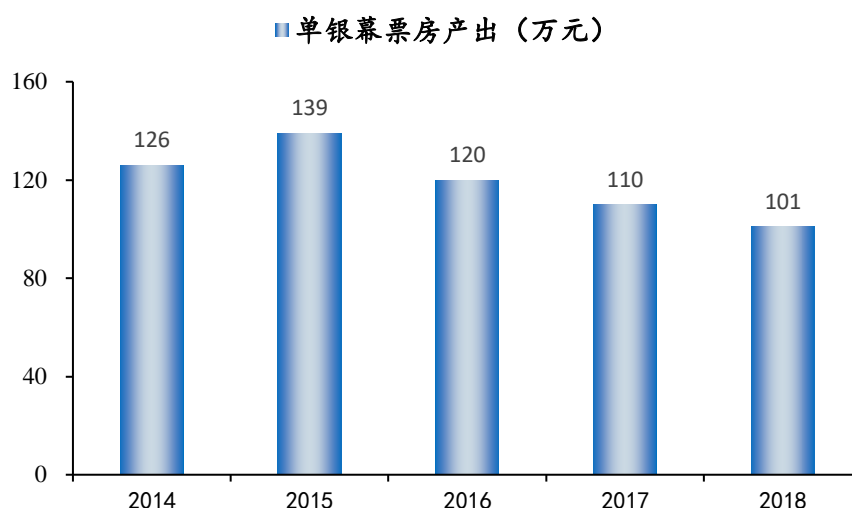
资料来源：猫眼专业版，企查查，恒大研究院

注：数据截止 2018 年 12 月底；居然耀莱影城由居然之家和北京耀莱合作建立，因此无单独数据。

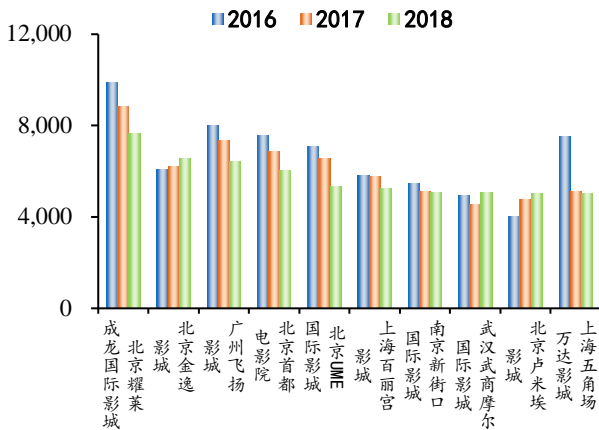
2.4 全国单银幕票房产出下滑，新开业影院驱动票房增长

竞争加剧且服务同质化削弱了影院的盈利能力，全国单银幕票房产出下滑，新开业影院成为票房增长的核心驱动力。银幕增速大于票房增速意味着电影放映行业逐渐趋于市场饱和，且影院放映服务同质性强，IMAX、巨幕和激光放映机已成为众多新建影院的标配，同质化竞争使单银幕票房产出持续下滑。猫眼研究院数据显示，全国单银幕票房产出从 2015 年 139 万元下滑至 2018 年 101 万元。考虑到单银幕票房产出或受新建影院培育期影响，我们研究了 2018 年全国票房收入 TOP10 影院，这些影院均已度过新店培育期且银幕数保持不变。研究发现：即使是占据区位、品牌优势的头部影院，2016 年至今的票房收入普遍下滑。因此影投公司通过新建影院、增加银幕数来维持票房和营业收入的增长。

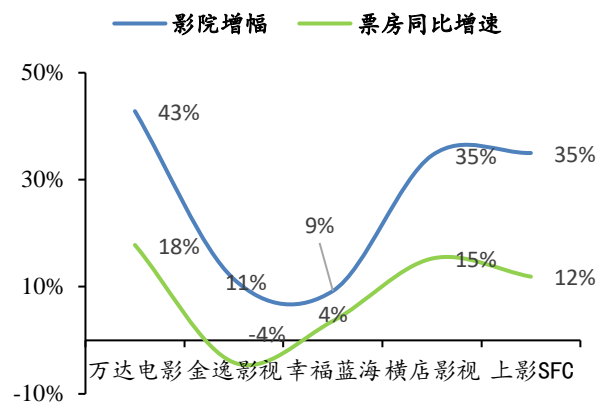
图表22：全国单银幕票房产出持续下滑



资料来源：猫眼，恒大研究院

图表23: TOP10 影院票房普遍下滑 (单位: 万元)


资料来源: 猫眼专业版, 恒大研究院

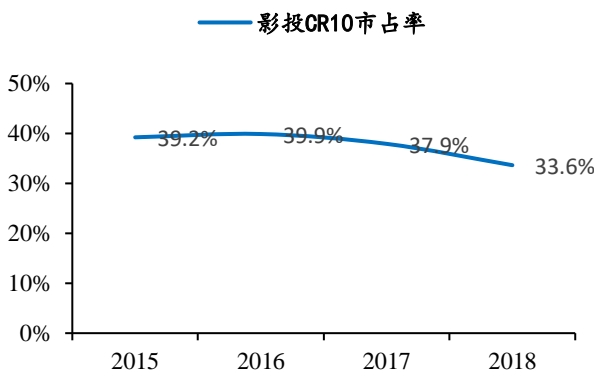
图表24: 2016-2018H1 新开业影院驱动票房增长


资料来源: 公司财报, 恒大研究院

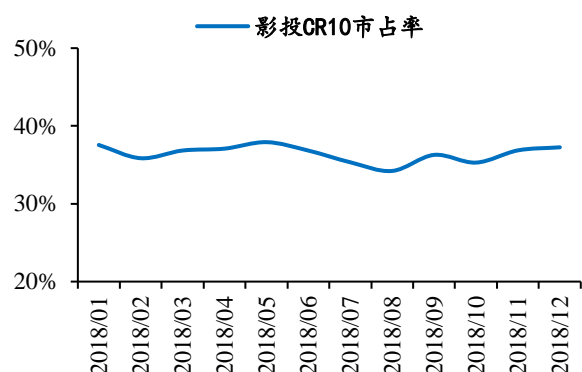
2.5 2018 年影投 CR10 市占率下滑 4.3 个百分点, 星美影城关店潮引关注

星美影城出现关店潮, 数百家影院关停。单银幕票房产出下滑使影院经营不断承压, 影院关停、倒闭陆续出现。2018 年下半年, 位居影投 TOP10 的星美影城出现大规模关店潮, 其在国内经营的约 320 家影院中已有 140 家暂停营业, 扩张过快、资金链断裂和管理不善是主要原因。此外拓普电影智库数据显示, 1-10 月确认倒闭或停业整改的影院接近 300 家。

2018 年影投 CR10 市占率 33.6%, 仍处于下降通道。星美关店潮再次引发市场对影投行业市场集中度拐点的讨论。不过从年度数据来看, 2017、2018 年影投 CR10 市占率持续下滑, 2018 年较 2017 年降低了 4.3 个百分点。从月度数据来看, 关店潮并未提升影投 CR10 市占率, 2018 年下半年甚至出现了小幅下滑。

图表25: 影投 CR10 市占率持续下滑


资料来源: 猫眼专业版, 恒大研究院

图表26: 2018 年下半年影投 CR10 市占率有所下滑


资料来源: 猫眼专业版, 恒大研究院

2.6 万达电影仍居影投票房榜首, 票房市占率下滑 0.7 个百分点

万达电影领跑影投票房排行榜, 星美影城受关店潮影响票房收入负增长。万达电影以 75.35 亿元位居影投票房榜首位, 不过受影投行业市场集中度下滑影响, TOP10 影投票房市占率均出现不同程度下滑, 位居 TOP3 的万达、大地和横店市占率较 2017 年分别下滑 0.7、0.3 和 0.4 个

百分点。星美影城受大规模关店潮影响票房收入负增长，2018 年票房收入仅 11.07 亿元，较 2017 年下滑 30.5%。

图表27：万达电影仍居票房榜首，星美影城票房收入负增长

	2017 年			2018 年		
	影投公司	票房（亿元）	市占率	影投公司	票房（亿元）	市占率
1	万达院线	68.64	13.1%	万达院线	75.35	12.4%
2	大地影院	24.23	4.6%	大地影院	26.42	4.3%
3	横店院线	19.7	3.8%	横店院线	20.98	3.4%
4	金逸影视	16.41	3.1%	CGV 影城	16.04	2.6%
5	星美影城	15.93	3.0%	金逸影视	15.23	2.5%
6	中影投资	15.27	2.9%	中影投资	14.24	2.3%
7	CGV 影城	14.5	2.8%	星美影城	11.07	1.8%
8	耀莱影城	8.55	1.6%	百老汇	8.92	1.5%
9	博纳影业	7.86	1.5%	耀莱影城	8.55	1.4%
10	百老汇	7.53	1.4%	博纳影业	8.07	1.3%
	合计	129.78	37.8%	合计	204.87	33.5%

资料来源：猫眼专业版，恒大研究院

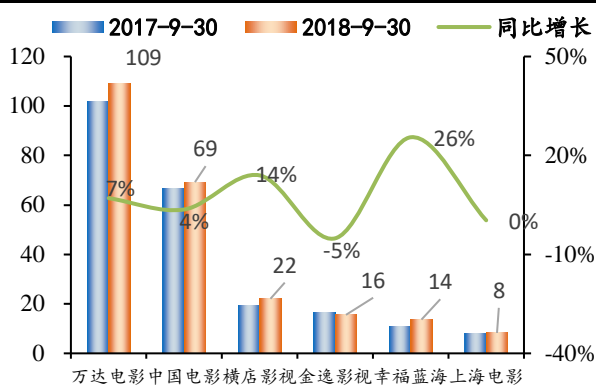
3 上市公司：盈利能力下滑，发力非票房业务

3.1 营业收入与净利润：万达电影稳居“营收王+利润王”，

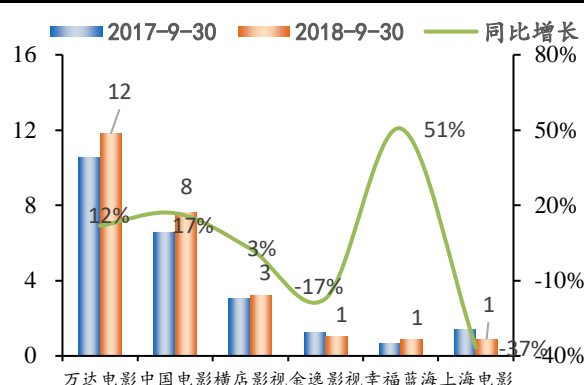
万达电影稳居“营收王+利润王”，金逸影视受益于电视剧业务实现营收和净利润高增长。营业收入方面，2018Q3 万达电影以 109 亿元位居榜首，中国电影、横店影视分列二、三位，幸福蓝海和横店影视营收增速较快，其中幸福蓝海主要受益于电视剧业务。扣非归母净利润方面，2018Q3 万达电影以 11.8 亿元居上市院线榜首，同比增长 11.9%，金逸影视和上海电影归母净利润负增长。

最近三年影投营业收入和扣非归母净利润增速持续下滑。随着全国票房增速放缓，上市影投公司营业收入和扣非归母净利润增速均出现下滑，金逸影视、幸福蓝海和上海电影营收增速已下滑至个位数，2017 年横店影视、幸福蓝海和上海电影扣非归母净利润同比负增长。

图表28：2018Q3 万达电影营收超百亿元



图表29：2018Q3 万达电影扣非净利润 11.8 亿元

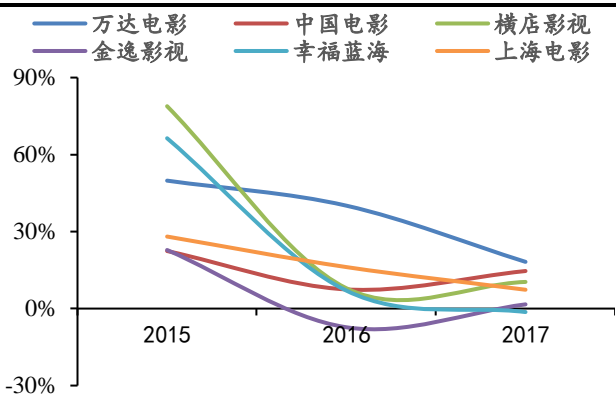


资料来源：Wind，恒大研究院

资料来源：Wind，恒大研究院

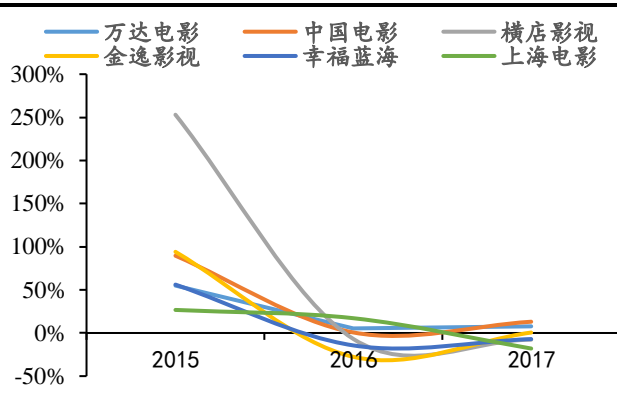
注：根据 2018 年中报，中国电影放映相关收入（含卖品、广告）占营业收入比例仅 21.1%，其余 5 家公司放映相关收入占比均超 60%。

图表30：影投营收增速持续下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

图表31：影投扣非归母净利润增速持续下滑

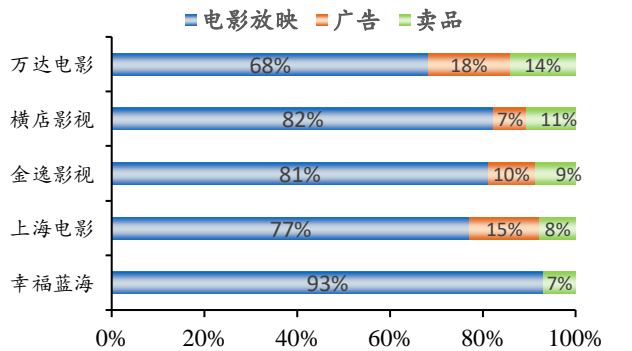


资料来源：Wind，恒大研究院

3.2 非票房收入占比持续增长，万达电影非票收入超 30%

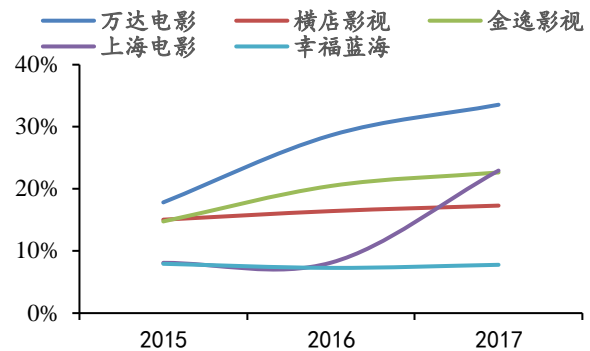
各影投卖品和广告收入持续增长，2018H1 万达电影非票房收入占比超 30%。美国最大院线 AMC 的营业收入中，票房占比仅 62%，卖品占比达 33%。随着票房增速放缓，中国各影投公司均开始发力广告和卖品等非票收入，2015-2017 年上市影投公司非票房收入占比均出现不同程度上升，

2018H1 万达电影广告和卖品收入已占电影放映收入的 31.8%，但卖品收入占比与 AMC 仍有明显差距。考虑到中国影院普遍坐落于城市综合体，周边小吃、奶茶与影院卖品形成直接竞争，且中国观众对爆米花偏好度较低，我们认为卖品收入占比大幅提升的可能性较小，影院营销广告或是未来非票收入提升的突破口。

图表32：万达电影非票收入占比 31.8% (2018H1)


资料来源：Wind，恒大研究院

注：非票收入占比=非票收入/电影放映相关收入（含卖品、广告）

图表33：影投非票占比持续增加


资料来源：Wind，恒大研究院

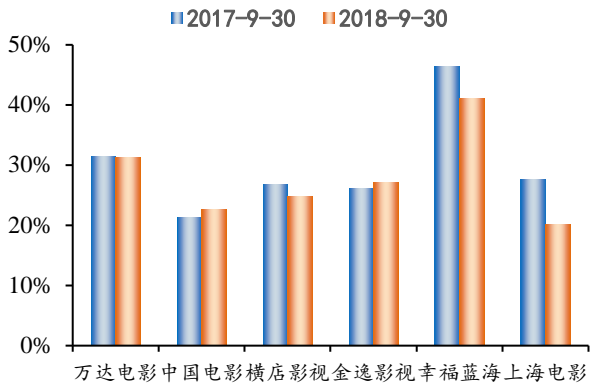
注：非票收入占比=非票收入/电影放映相关收入（含卖品、广告）

3.3 毛利率和 ROIC 下滑，影院对在线票务平台依赖度增加

上市影投公司毛利率和 ROIC 出现下滑。毛利率方面，除金逸影视和横店影视外，2018Q3 上市影投公司毛利率较去年同期均出现了下滑，其中幸福蓝海和上海电影较 2017 年同期分别下滑了 5.1 和 7.4 个百分点。ROIC 方面，万达电影、横店影视、金逸影视和上海电影 ROIC 下滑。受益于净利润大幅增长，中国电影和幸福蓝海 ROIC 大幅上升，不过中国电影剔除非经常性损益后 ROIC 仅提升 0.24 个百分点。单屏幕票房产出下滑、新建影院投资回收期拉长是毛利率和 ROIC 下滑的主要原因，随着影院竞争加剧，预计未来毛利率和 ROIC 会进一步下滑。

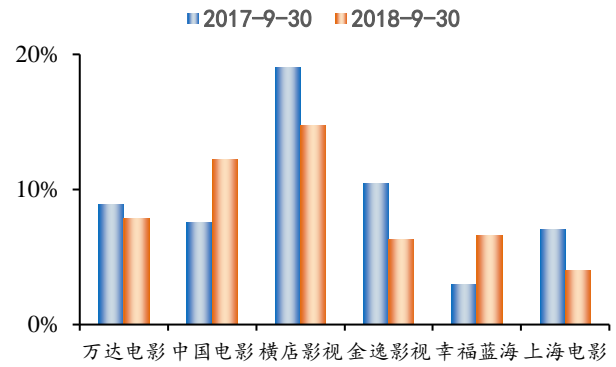
影投对在线票务平台依赖度增加，应收账款周转率下滑。在线票务平台崛起形成了“线上查询购票-线下取票观影”的用户习惯，目前接近 90% 的电影票由在线票务平台出票，且猫眼、淘票票双寡头格局显现，影院对在线票务平台渠道分发的依赖度增加。电商结算周期和产业链议价能力使上市影投公司应收账款周转率下滑。不过从 2018 年中报来看，上市影投公司应收账款账龄基本在 1 年以内，业务“现金牛”属性没有改变。

图表34：上市影投公司毛利率普遍下滑



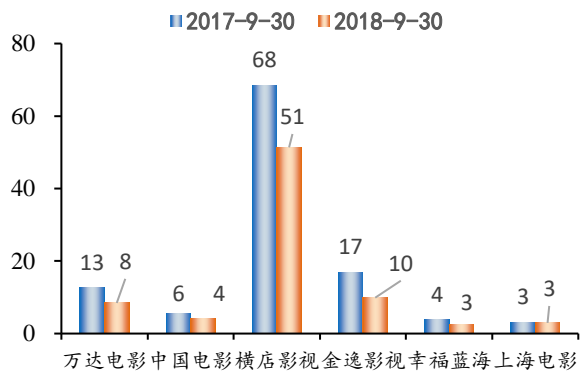
资料来源：Wind，恒大研究院

图表35：上市影投公司 ROIC 普遍下滑



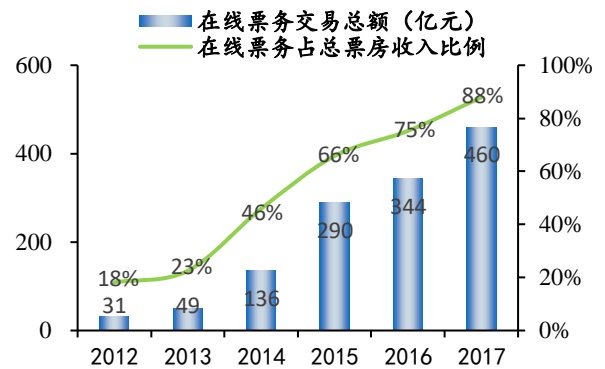
资料来源：Wind，恒大研究院

图表36：上市影投公司应收账款周转率下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

图表37：2017 年在线票务平台占比 88%



资料来源：易观，恒大研究院

4 政策：过度票补引监管关注，2020 年规划银幕 8 万块

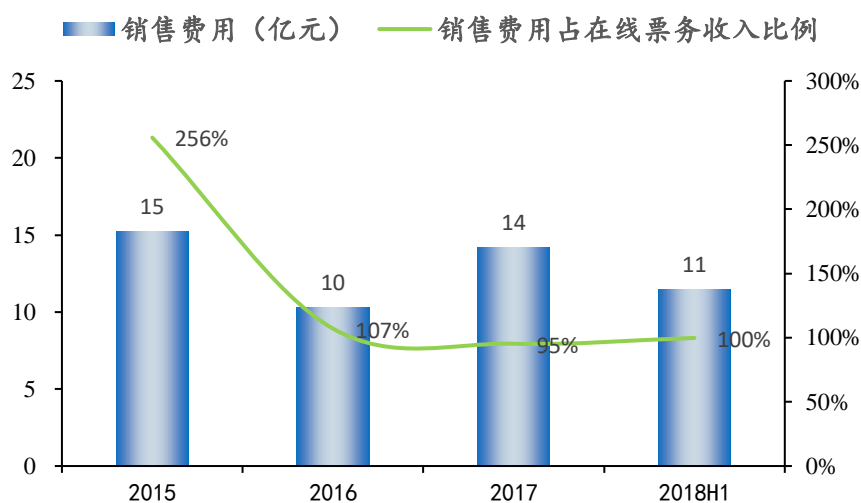
4.1 过度票补引发政策关注，“规范”而非“取消”或是未来政策走向

票补是平台抢占市场、片方宣传营销影片的重要工具，仅 2018 年上半年猫眼销售费用就超 10 亿元。始于 2014 年的票补是在线票务平台抢占市场的主要策略，即通过 9.9 元和 19.19 元来刺激用户下载和注册。此后片方入局使票补演变为电影宣发策略，即通过票补来引爆市场热度，带动影院排片率。过度票补加大平台、片方生存压力，在线票务平台销售费用长期居高不下。

主管部门介入票补，以抑制平台、片方间恶性竞争。目前涉及票补政策有：1) 2018 年春节主管部门推出了票补“双限令”：除夕至元宵全国影院票价不低于 19.9 元，且补贴票数不得超过 50 万张。2) 2018 年 9 月 13 日根据新浪娱乐、中国电影报道等媒体消息，文化部和电影局已下文，将于 2018 年 10 月 1 日开始实行新规，即停止一切线上票补。3) 《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020 年）》（2018 年 9 月 23 日国务院印发）指出：“推动“互联网+电影”业务创新，完善规范电影票网络销售及服务相关政策”。

票补减少已冲击票房市场，预计票补全面取消可能性较小，但 2019 年票补规模或将进一步收缩。从 2018 年 10 月全国票房收入来看，在缺乏优质内容的情况下，票补减少明显抑制了观影需求。对于未来票补政策走向，我们判断：票补全面取消的可能性较小，因为票补已经成为有效的电影宣发工具，且票补本身对培养观众观影习惯有积极作用，但预计未来票补规模、范围和形式都将受到限制，以避免平台、片方的恶性竞争。2018 年 11 月 14 日阿里影业旗下的淘票票宣布启动“用户和市场扩增计划”，将投入不少于 10 亿元的品牌和营销资源，如盒马生鲜用户扫码获淘票票 8.5 折购票、赠送电影票给淘宝用户等，此举也被认为是“去票补”后新的用户补贴形态。

图表38：猫眼销售费用长期居高不下



资料来源：猫眼招股说明书，恒大研究院

4.2 影视行业政策趋严，大体量商业片开机不足或使 2019、2020 年票房承压

2018 年下半年影视行业政策趋严，税收监管和演艺明星限薪政策密集出台。2018 年 6 月中宣部、文化和旅游部、国家税务总局等六部门发布通知，要求加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理，由此开启影视行业整顿和洗牌：1) 针对偷税漏税：范冰冰被追缴税款和罚款共 8.8 亿元，影视工作室税收征收方式从定期定额征收改为查账征收，新疆霍尔果斯、浙江东阳等地税收优惠取消，且要求影视公司补缴过去三年税款。2) 针对“天价片酬”：广电总局要求综艺节目和电视剧网络剧（含网络电影）全部嘉宾和演员片酬不得超过总成本 40%，主要嘉宾和演员不得超过总片酬 70%。

监管政策短期增加行业不确定性，高成本、大制作商业片开机数量减少或给明后两年票房收入带来冲击。影视监管政策产生以下影响：1) 查账征收、税收优惠取消使影视工作室税率大幅提升，演员、导演和编剧等从业人员增加的税收成本部分地转嫁给影视投资人，影响投资热度。2) 尽管演员限薪并未限制电影演员片酬，但政策传递的监管导向将会传递至全行业，电影演员同样会降低片酬。长期来看，演员限薪有利于降低电影制作成本，使片方致力于提升剧本、拍摄和后期剪辑质量。不过高片酬本身就反映了明星资源的稀缺性，且短期内演员片酬具有价格刚性特点，北京晚报报道称自降薪酬使不少一线演员处于停工状态，这使大制作、高成本的商业片（此类影片贡献了主要票房）投资和制作放缓。3) 频频出台的监管政策加剧了行业投资的不确定性，使影视投资进一步萎缩。从横店影视城开拍剧组数量来看，2018 年 7、8 月仅有二三十个剧组开拍（去年同期达六七十个），同年 9、10 月出现回暖迹象，但仍少于往年同期。此外横店等主要影视基地大体量剧组数量骤减，在拍剧组普遍是中小体量定制剧或网络剧。电影从拍摄到上映周期通常为 1-2 年，预计 2019 年下半年和 2020 年上半年商业片供给存不足，全国票房或将承压。

图表39：2018 年下半年影视行业政策趋严

政策名称	印发时间	印发单位	主要内容
《通知》	2018 年 6 月 27 日	中共中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、广电总局、国家电影局等	要求加强对影视行业天价片酬、“阴阳合同”、偷逃税等问题的治理，控制不合理片酬，推进依法纳税，促进影视业健康发展。
《通知》	2018 年 7 月 13 日	国家税务总局	影视企业和影视行业从业人员应当依法如实申报并缴纳税款，各级税务机关要加强对影视行业的税源管理。
《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	2018 年 10 月 9 日	国家税务总局	2018 年 10 月至 2019 年 7 月底，按照自查自纠、督促纠正、重点检查、总结完善等步骤，逐步推进规范影视行业税收秩序工作。
《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	2018 年 11 月 9 日	国家广电总局	每部电视剧网络剧（含网络电影）全部演员片酬不超过制作总成本的 40%，其中主要演员不超过总片酬的 70%

资料来源：新华社，国家广电总局，国家税务总局，恒大研究院

4.3 国家电影局出台《意见》，鼓励影院建设和院线整合

2018年12月13日国家电影局下发《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》(简称《意见》),这是2018年初电影管理职责划归中宣部后第一个顶层设计文件。《意见》包含内容:

- 加快影院建设,计划到2020年全国银幕数达8万块。

截止2018年12月底全国存量银幕数6万块,《意见》计划到2020年全国银幕数达8万块。这意味着2019-2020年需要新增银幕2万块,年复合增长率15.4%。2018年全年新增银幕0.9万块,且银幕增速已明显放缓,因此《意见》规划远超行业预期。其中《意见》重点鼓励影院下沉中西部地区、特殊困难地区县级城市,国家电影局通过国家电影事业发展专项资金对中西部地区新建或改扩建影院提供20-30万资助。受政策鼓励以及行业竞争格局影响,影投公司或将重启影院扩张战略,预计影投行业产能出清、产业兼并整合进度将会放缓,全国单银幕票房产出将持续下滑。

- 深化院线制改革,明确电影院线公司条件,鼓励院线并购重组。

《意见》明确设立院线的条件:控股影院数 ≥ 50 家或银幕 ≥ 300 块,且控股影院上一年合计票房 ≥ 5 亿,且最近三年无违规经营行为。《意见》提升了院线设立门槛,目前48家院线中仅TOP20院线符合上述条件。此外《意见》支持跨地区、跨所有制进行院线整合,建设一批“实力较强、经营规范、资产联结为主的大型骨干电影院线”。国家电影局意在推动院线行业整合,鼓励龙头院线做大做强,提升院线市场集中度,改变中小院线对影院把控能力不强的局面,提升院线服务质量和经营能力,淘汰经营不善的中小院线。

5 新趋势:影院发力“新业态+服务升级”探索差异化战略,万达联手大地试水分线发行

5.1 新业态:横店影视推出高端影城品牌“纷腾电影生活馆”,阿里收购杭州星际影城打造“影院+电竞”

随着影院竞争加剧和盈利能力下滑,各影院纷纷试水差异化以打造核心竞争力,多业态经营正是差异化战略的典型路径。

- 纷腾生活馆:横店影视旗下的高端影城品牌,将餐厅、酒吧和咖啡吧等融入影城业态

2017年8月,横店影视旗下的“纷腾(Finetime)电影生活馆”在杭州国大开业,其目标群体是武林商圈的白领、商业精英以及文化界人士等文化消费品味高且消费潜力大的人群。纷腾电影生活馆打造了“影院综合体”概念,开辟了鸡尾酒吧、中西餐厅、咖啡吧、VIP休闲吧等功能区,纵跨7楼到10楼3个楼层。“影院+餐饮”可供影迷在观影后约会、洽谈,甚至成为周边企事业单位会议、商业活动的举办之地。纷腾的卖品普遍是现制高端食品,精致、美味的糕点吸引了众多观众,还承接了周边企事业单位员工生日蛋糕定制业务。

图表40：“纷腾生活馆”是横店影视旗下的高端影城品牌



资料来源：艾维，搜狐网，恒大研究院

- **杭州星际影城：阿里联手 LGD 俱乐部打造“影院+电竞”业态**

2016年8月阿里影业出资1亿元购得杭州星际影城80%股权。收购后，影院被划分为一期和二期，二期改造后形成了“影院+美食广场+电竞场馆”的综合体。其中电竞场馆将作为LGD电竞俱乐部主场，打造影游联动的商业模式：LGD俱乐部的生活区、训练区和标准观赛场地将汇聚大量粉丝，进而拉动影院美食广场消费，且搭建的俱乐部嘉年华、粉丝商店将借以气氛来推动衍生品销售。此外电竞粉丝和影院观众的用户画像高度重叠，电竞元素聚集的人流将拉动影院票房收入。

5.2 服务升级：金逸影城推出特色床厅，海上明珠送餐到位

除了多业态经营，服务升级是差异化战略的另一条路径。

- **杭州西联广场金逸影城：主打“IMAX+杜比”技术牌，推出特色床厅**

杭州西联广场金逸影城主打技术牌和特色床厅：1) 技术牌：影城设置1个IMAX影厅和1个杜比全景声影厅，其余标准影厅则配备了QSC音响系统、韩国的进口银幕、4K放映机，通过先进放映设备来吸引观众。2) 推出特色床厅：影院六楼设置了特色床厅，可容纳百人观影。影厅特制床长1.2米，配备两个靠枕和两个毛巾毯。

- **杭州中大银泰城海上明珠国际影城：主打营销和服务，推出自制奶茶和抽奖活动**

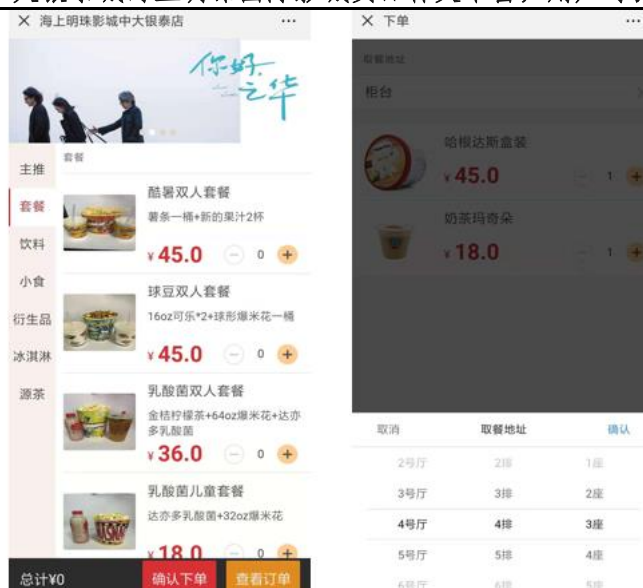
杭州中大银泰城海上明珠国际影城主打营销和服务：1) 服务升级：根据时下受欢迎的口味推出自制奶茶，并且设有“外卖”服务，观众在观影途中可在影院微信公众号点餐，工作人员会将卖品送到座位。2) 营销升级：影院公众号抽奖增票，且每隔几天就会推出福利活动，如免费观影、赠送奶茶等。此外观众可在公众号上对影院提出意见与建议，影院核实处理后将会送出精美礼品。

图表41：杭州西联广场金逸影城特色床厅



资料来源：艾维，恒大研究院

图表42：杭州中大银泰城海上明珠国际影城卖品种类丰富，用户可微信下单送餐到位



资料来源：恒大研究院

5.3 分线发行：万达联手大地试水分线发行，短期内大规模实行可能性小

纪录片《生活万岁》上映，万达和大地尝试分线发行。2018年11月纪录片《生活万岁》上映，该片仅在万达院线和大地院线两家院线上映，这是实体院线首次探索电影分线发行。电影分线发行指影片仅在一条或者几条院线上发行。此前仅有全国艺术电影放映联盟、大象点映试水艺术片分线发行。

分线发行呼声众多，电影局副局长曾发声支持。随着影院竞争加剧和单银幕票房产出下滑，院线希望分线发行呼声频频响起，万达、星美和大地等头部院线都认为未来分线发行势在必行。2017年10月在中国电影发行放映协会代表大会上，广电总局电影局副局长李国奇指出要“在分线发行、分区域发行、分轮次发行等方面进行探索。”

分线发行被视作破局影院盈利能力和单银幕票房产出下滑的重要途径，但院线集中度低、优质内容供给不足是主要障碍，预计未来几年分线发行大规模实行可能性较小。分线发行能够形成排他性的特许发行，形成头部院线对观众议价能力和差异化服务，头部院线可借此占据更多的存量票房市场，提升上座率和票价，片方也可获取更高的票房分账。在美国，部分影片会首先在洛杉矶、纽约、芝加哥等大城市上映，若票房口

碑良好才会下沉至其他地区影院。不过目前中国分线发行仅在极少数文艺片和纪录片上试水。分线发行的主要障碍在于：1) 院线集中度低：中国院线 CR10 市占率为 70%，CR3 市占率仅 30%，而美国院线仅 CR3 市占率就超 60%，市场集中度低不仅削弱了院线与片方谈判的议价能力，而且大制作、高票房商业片也不敢押宝少数几家院线。2) 优质内容供给不足：分线发行另一个隐含逻辑是观众圈层化，即分线发行能够使不同类型电影找到合适的受众，不过国产电影仍在崛起初期，优质电影数量严重不足，大量放映资源不得不向极少数大片倾斜。因此我们判断：未来几年分线发行仍旧处于小范围的探索试水阶段，大规模实行的可能性极小。

6 展望 2019 年：全国票房预计增长 0%-13%，影院盈利能力或将进一步下滑

6.1 2019 年票房增速继续放缓，预计全年收入 610-690 亿元

针对 2019 年中国票房收入预测，我们主要基于以下基本判断：

- 中国票房收入增速放缓。2016 年中国电影票房收入增速换挡，2017、2018 年在《战狼 2》、《红海行动》、《我不是药神》等多部爆款影片带动下仅实现了 13.4% 和 9.1% 的同比增长。
- 优质电影是票房增长的核心驱动力，且口碑效应使影片票房强者恒强。2016-2018 年，TOP10 影片票房占比分别为 25.0%、36.4% 和 40.0%。预计 2019 年头部影片票房占比将持续提升，TOP10 影片票房占比有望达 45%。
- 国产电影制作水平显著提升。2017 年至今高度工业化集成大片《战狼 2》和《红海行动》、现实题材片《我不是药神》以及小成本片《无名之辈》均获得口碑和票房双丰收，不少影片甚至激发了爱国主义情怀和对社会问题讨论。预计 2019 年 TOP10 影片中国产影片票房占比将进一步提升。
- 银幕数仍将维持两位数增长。尽管渠道对票房收入的拉动效应日渐式微，但是影院下沉依然增加了四大热门档期的供给，且带来了观影便利性，这些仍将拉动观影人次增量。

基于头部爆款电影拉动票房的核心逻辑，我们以 TOP10 影片票房作为 2019 年全年票房收入预测的切入点：

- 进口片：回溯 2016-2018 年票房 TOP10 影片中的进口片，发现进口片占据票房 TOP10 影片的 4-5 个席位，单部票房通常落在 10-20 亿元区间内，且中枢逐渐提升，1-2 部影片有望成为票房 25 亿元左右的爆款电影。2019 年顶级进口大片供给充足，包括漫威的《复仇者联盟 4》、《惊奇队长》、《蜘蛛侠：英雄归来 2》、DC 的《沙赞》、《神奇女侠 2》以及《速度与激情 9》、《终结者 6》、《007》、《星球大战 9》等。上映的好莱坞大片均是经典 IP 的系列化作品，类型单一、受众稳定，票房确定性高，但是票房大幅提升的可能性较小。国产片质量提升和题材多样化会进一步挤压进口片份额，预计 2019 年进口片会占据 TOP10 影片中的 4 个席位。按 1 部影片票房 25 亿元、其余 3 部均值 20 亿元测算，保守估计总票房 85 亿元；按 1 部影片票房 30 亿元、其余 3 部均值 21 亿元测算，乐观估计总票房 90 亿元。因此预计 TOP10 影片中进口片总票房 85-95 亿元。

- **国产片：**国产片票房类型、题材多样化，票房不确定性高，但是优质影片票房往往会大幅超过行业预期。2019 年上半年优质电影供给充足，仅春节档就已经定档了 11 部大体量商业片，但是 2018 年下半年大体量商业片开机数量减少或对 2019 年下半年票房产生负面影响。按照单片票房测算，保守估计 2019 年有 4 部影片票房均值达 35 亿元，其余 2 部均值 25 亿元，总票房 180 亿元。按照历史增速测算，2018 年国产片总票房同比增长 32.9%，考虑到 2019 年票补减少和下半年商业片供给不足等负面因素，2019 年国产片票房增速设定为 30%，乐观估计总票房 215 亿元。结合上述两种方法，我们预计 2019 年 TOP10 影片中国产片总票房 190-215 亿元。

因此预计 2019 年 TOP10 影片票房收入 275-310 亿元。假定头部影片票房占比持续提升，TOP10 影片票房占全年票房收入 45%，推算 2019 年全年票房收入 610-690 亿元，较 2018 年同比增长 0%-13%。

图表43：2016-2018 年进入年度票房排行榜前 10 名的进口片

年份	片名	主要出品方	票房（亿元）
2016	疯狂动物城	迪士尼	15.2
	魔兽	传奇影业、暴雪娱乐	14.7
	美国队长	漫威影业	12.4
	功夫熊猫 3	美国梦工厂	10.0
2017	速度与激情 8	环球影业	26.7
	变形金刚 5	派拉蒙影业	15.5
	摔跤吧！爸爸	Aamir Khan Productions Ltd.	13.0
	加勒比海盗 5	迪士尼	11.8
	金刚：骷髅岛	华纳兄弟	11.6
2018	复仇者联盟 3	漫威影业	23.9
	毒液	漫威影业	18.7
	海王	华纳兄弟	18.5
	侏罗纪世界 2	环球影业	17.0

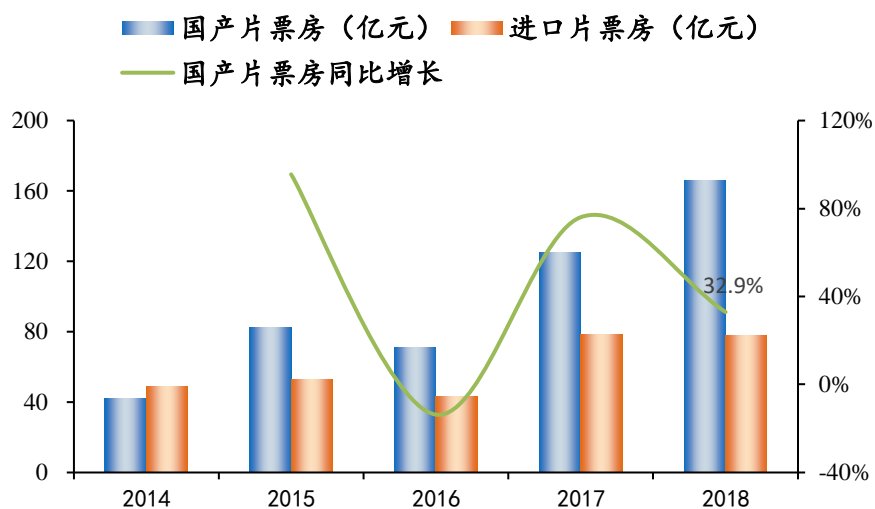
资料来源：恒大研究院

图表44：2019 年或将上映的进口大片

	片名	主要出品方	预计上映时间
漫威系列	惊奇队长	漫威影业	2019. 3
	复仇者联盟 4	漫威影业	2019. 5
	蜘蛛侠：背井离乡	漫威影业	2019. 7
	X 战警：黑凤凰	漫威影业	2019. 6
DC 系列	沙赞	华纳兄弟	2019. 4
	神奇女侠 1984	华纳兄弟	2019. 11
系列续集	终结者 6	华纳兄弟	2019. 11
	哥斯拉：怪兽之王	传奇影业	2019. 5
	王牌特工 3	福克斯	2019. 11
	星球大战 9	福克斯	2019. 12

资料来源：恒大研究院

图表45：票房 TOP10 影片中进口片总票房稳定，国产片总票房高速增长



资料来源：猫眼专业版，恒大研究院

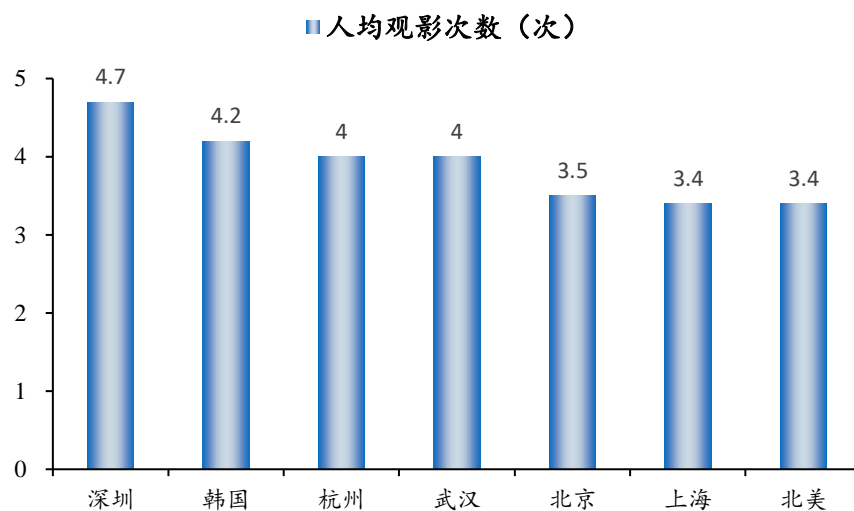
图表46: 目前已有 11 部影片定档春节档

片名	类型	导演	主演
《新喜剧之王》	喜剧	周星驰	王宝强
《飞驰人生》	喜剧、运动、动作	韩寒	沈腾、黄景瑜、尹正
《疯狂的外星人》	剧情、喜剧、科幻	宁浩	黄渤、沈腾
《廉政风云》	犯罪、悬疑	麦兆辉	张家辉、刘青云、袁咏仪
《神探蒲松龄》	喜剧、爱情、动作、玄幻	严嘉	成龙、阮经天、钟楚曦
《流浪地球》	科幻	郭帆	吴京、屈楚萧、李光洁
《情圣2》	喜剧、爱情	宋晓飞、董旭	吴秀波、白百何、肖央
《忠爱无言2》	剧情、家庭	谈宜之	七福、张浩庭、金巧巧
《小猪佩奇过大年》	喜剧、动画、家庭	张大伟、内维尔·阿斯特里、马克·贝克	
《熊出没：原始时代》	喜剧、动画、冒险	丁亮、林汇达	
《猪猪侠猪年吉祥》	喜剧、动画、冒险	钟裕	
《日不落饭店》	喜剧、奇幻	冯一平、刘俊萌、郝心悦	黄才伦、张慧雯、高叶

资料来源: 猫眼专业版, 恒大研究院

从分线城市来看, 一线城市和头部二线城市人均观影次数已超北美, 且一线城市在平均票价增长 4% 情况下票房增速仅为个位数。三、四、五线城市观影人次增速快, 但主要来源于春节档和暑期档返乡人群, 本地居民受限于消费能力, 短期内大幅增长的可能性较小。因此我们判断: 一线城市和头部二线城市观影人次趋于饱和, 三、四、五线城市观影人次增速较快, 但其增量主要来自返乡人群, 尾部二线城市或将成为票房增长主力军。

图表47: 中国一线、头部二线城市人均观影次数超北美 (2017 年)



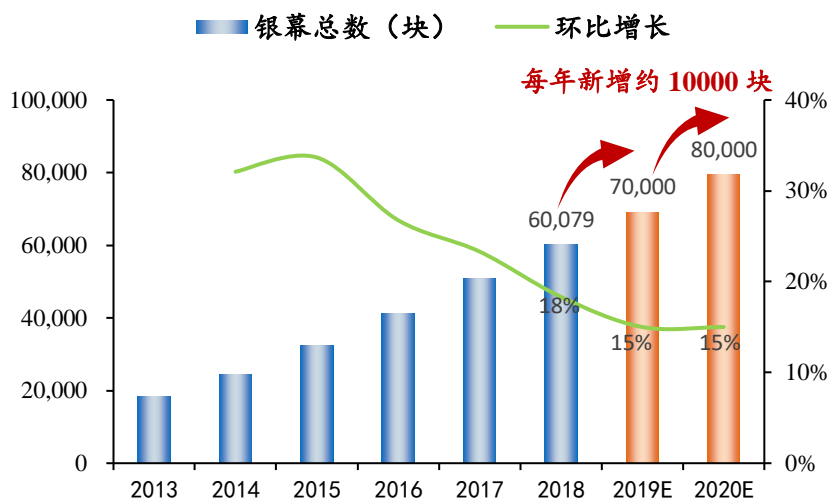
资料来源: 统计局, 猫眼研究院, 恒大研究院

6.2 2019 年银幕数预计增长 15%，影投仍将维持低市场集中度

政策利好影院扩张，影投储备项目充足，但需求增长放缓和星美关店潮将会抑制影院投资热情，预计 2019 年银幕数同比增长 15%。2018 年 12 月 13 日国家电影局下发的《关于加快电影院建设 促进电影市场繁荣发展的意见》鼓励新建影院和扩张银幕数。此外各影投项目储备丰富，横店影视已签约的储备项目超过了 300 个，万达在 2018 年 11 月表示未来几年公司会保持每年 80-100 家的拓展速度。不过目前票房增速明显放缓，且 2018 年下半年星美影城因扩张过快、资金链断裂而出现大规模关店潮，需求增长减速和同行因扩张过快而濒临破产将会抑制影院投资热情。我们判断：星美关店潮、票房增速放缓使影院投资热情趋冷，而政策利好将对冲上述负面预期，预计 2018 年银幕数增长 15%，全国银幕总数逼近 70000 块。

影投行业新入局者众多，2019 年影投行业市场集中度仍将维持在 35%-40% 区间内。除地产、零售跨界影投外，影视产业链上的内容制作方和产业资本也频频布局影院渠道，尝试打通“内容+渠道”全产业链，华人文化曾在 2017 年收购 UME 影院，光线传媒也曾爆出有意收购星美院线，而此次星美影城在出现大规模关店潮两周后就被中植系收购。我们判断：2019 年影投行业市场集中度不会大幅上升，CR10 市占率仍将维持在 35%-40% 区间内。

图表48：2019 年全国银幕数预计增长 15%



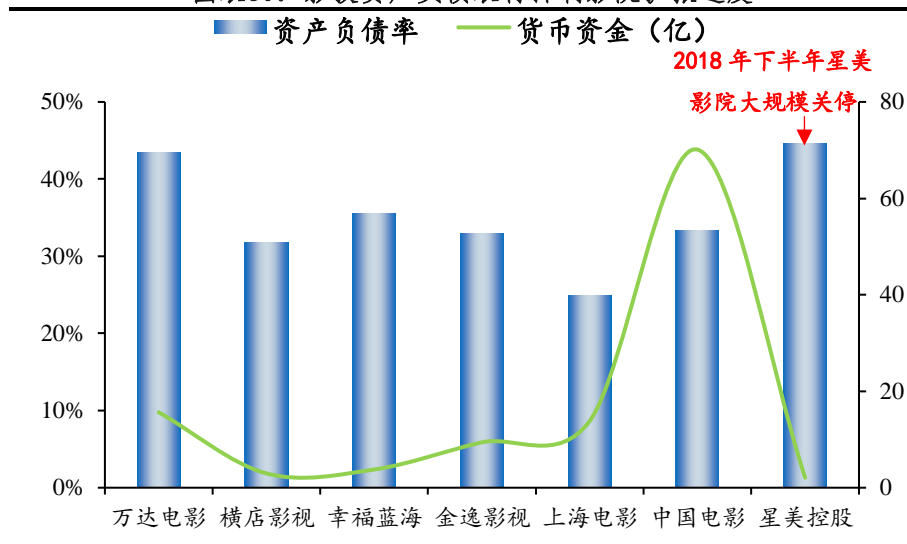
资料来源：广电总局，恒大研究院

图表49：头部影投公司项目储备充足，预计不会停止扩张步伐

影投公司	项目储备和开业计划
万达电影	截止 2018 年 6 月底，公司累计签约项目超 140 个；2018 年 12 月表示未来每年将新增影院 80-100 家（不含并购），其中非万达物业拓展数量每年不少于 30 家
金逸影视	2018 年上半年公司进一步签署 30 家 IMAX 影院协议，预计到 2023 年公司旗下 IMAX 影院将增至 90 家（2018 年 6 月底为 24 家）；计划四年内开设 20 个杜比影院；截止 2018 年 6 月底，公司共有 16 个项目签署了合作意向书或房屋租赁合同，储备项目达到近百个。
幸福蓝海	2018 年上半年完成签约项目 8 个，共 61 张银幕
横店影视	截止 2018 年 6 月，公司有 300 多个已签约影院储备项目

资料来源：公司中报，公司公告，恒大研究院

图表50：影投资产负债表将抑制影院扩张速度



资料来源：Wind，恒大研究院

注：星美控股为 2018 年中报数据，其余公司为 2018 年三季度报数据。

6.3 2019 年影投盈利能力或继续下滑，影院创新仍处于探索期

影院增速过快、同质化竞争且市场集中度低，预计 2019 年影院盈利能力将继续下滑。影院供大于求、同质化竞争使影院盈利能力下滑，如单银幕票房产出和 ROIC 下滑、新建影院回报周期拉长等，星美影城的大规模关店潮正是影院经营困境的缩影。此次国家电影局《意见》将推动影院的再扩张，这将延缓影院的产能出清。我们预计：短期内影院盈利能力下滑趋势不会被扭转，2019 年影院放映业务毛利率、单银幕票房产出将持续下滑。

盈利能力下滑将继续倒逼影院创新与变革，多业态经营、服务升级和分线发行的试水将会持续进行，不过我们预计 2019 年上述创新变革仍将处于探索期，大规模铺开并扭转行业格局的可能性较小。2018 年纷腾票房仅 1000 余万元，改造后的星际影城票房甚至出现了小幅下滑，特色床

厅因观众隐私和设备卫生等问题饱受质疑，卖品与周边传统奶茶店、小吃店相比并未体现出品质和性价比上的优势，“影院+”的多业态经营和服务创新升级仍缺少清晰路径。中国优质电影供给不足和院线市场集中度低制约了分线发行，2019年分线发行仍会集中在纪录片、文艺片等小众市场。

7 影投行业的未来：国产片质量或是超预期变数， 微观经营看“影院+”场景拓展和“渠道+内容” 产业链整合

供大于求、同质化竞争、市场集中度低、盈利能力下滑对影投行业产生了负面冲击，未来影投行业发展机遇何在？我们认为未来影投行业：宏观层面，国产片质量有望成为票房收入的超预期变数；微观层面，“影院+”的线下场景拓展和“渠道+内容”的全产业链整合决定影院经营能力。

7.1 国产影片质量提升或是超预期变数，未来千亿市场仍然值得期待

2017年至今《战狼2》、《我不是药神》等多部国产片取得了口碑和票房双丰收，这印证了国产片逐渐崛起的态势。未来中国电影将逐步迈入题材多样化、优质原创故事系列化开发和IP生态化的阶段，优质爆款电影有望持续推出，内容供给产生的票房周期波动或将逐渐平抑。若每年能推出10部30亿票房电影（2018年仅3部），中国千亿票房值得期待。

7.2 影院仍是最好的线下流量入口，“影院+”的场景拓展和“渠道+内容”全产业链整合决定影投经营能力

尽管影院盈利能力下滑，但是其入口属性并未发生变化，影院仍然是最好的线下流量入口之一，因此如何变现线下流量是影院商业模式重构的关键。

- **横向拓展产业链：“影院+”与零售、餐饮等业态形成协同互补，提升ARPU值。**1) **直接变现流量：**影院通过多业态经营、服务升级来拓展非票收入，直接提升每一个观众的商业价值。2) **间接变现流量：**地产和零售巨头通过影院来带动商业综合体人流，提升租金价格。此外零售、餐饮店铺本身也会为影院进行导流。
- **纵向拓展产业链：切入产业链上游内容制作，整合“渠道+内容”全产业链。**影投可依靠渠道的观众触达优势切入上游内容制作，一方面影院的稳定现金流与内容制作的高风险、高收益形成互补，避免影院天花板带来的业绩冲击；另一方面“渠道+内容”的生态闭环降低了内容制作过程中的交易成本，观影数据可助力剧本投资和演员选角，线下渠道可围绕影片定位进行全生命周期宣传。目前万达电影正在尝试重组置入电影、电视剧和网络游戏制作业务，而爱奇艺、猫眼和淘票票等线上渠道切入内容出品和宣发的路径为传统影投提供了范式。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com